

恒顺醋业（600305）半年报点评： 毛利率明显提升，定增后财务费用率下降是主要看点

分析师：罗柏言

执业证书编号：S0300513060001

Email: luobaiyan@lxzq.com.cn

日期：2013年9月2日

www.lxzq.com.cn

事件：

公司发布2013年中报，报告期内公司实现营业收入55198万元，同比增长7.22%，实现归属于上市公司股东的净利润1813万元，同比增长207.95%，实现基本每股收益0.1426元，扣除非经常性损益后每股收益0.1308元。

点评：

1、毛利率提升和剥离房地产业务是净利润大幅增长的主要原因。通过全面预算管理和能耗物耗控制，上半年公司营业成本下降2.35%，而随着品牌形象提升和产品结构优化，上半年公司酱醋调味品毛利率41.98%，同比增加4.4个百分点，销售毛利率也达到39.11%，同比大幅增加5.97个百分点。另外，去年同期地产销量下降导致公司已完工待销售商品房增多，公司净利润基数也较低，但随着房地产业务的剥离，公司今年的债务负担下降，上半年存货减值准备和利息费用摊销也大幅减少，毛利率显著提升。所以毛利率提升和剥离房地产业务是净利润大幅增长的主要原因。

2、定增后改善资产结构，财务费率下降是主要看点。为了实现对现有产业布局实施战略性调整，提高核心竞争力，尽快调整非主营业务，实现再融资功能，公司对旗下非主营业务进行了剥离，债务负担和财务费用均有所减低，同时公司拟定向募集不超过77000万元用于项目建设和偿还贷款，届时公司资产结构将进一步改善。年初的时候公司财务费用率为12.01%，到上半年末公司财务费用率已经降至8.73%，预计下半年定增完成后公司财务费用率将进一步降低从而极大改善公司的业绩。财务费用率大幅降低将导致公司下半年和未来几年的业绩大幅增长。

3、维持公司“增持”评级。经过测算，我们预测公司2013—2015年的业绩分别为0.47元、0.68元、0.94元，对应PE分别为64X、44X、32X。随着地产业务的剥离、期间费用的下降和新产能的释放，公司2013年业绩将迎来拐点，但是目前公司估值水平较高，连续上涨也在一定程度上透支了股价继续上涨的空间，所以我们维持公司“增持”的投资评级，预测未来6个月公司合理股价为32元。

4、主要风险提示：1、食品安全问题；2、定增进程缓慢；3、市场开拓效果低于预期。

图表1 公司盈利预测（万元）

	2011年A	2012年A	2013年E	2014年E	2015年E
营业收入	101777.2	114668.1	116076.1	135971.7	158564.5
增速	-11.41%	12.67%	1.23%	17.14%	16.62%
营业成本	69036.94	76210.38	70811.25	82747.37	95520.72
毛利率	32.17%	33.54%	39.00%	39.14%	39.76%
销售费用	11653.27	13696.13	15976.58	18714.99	21824.64
管理费用	12071.41	12120.31	11312.51	12237.45	14270.8
财务费用	12691.97	13767.55	6964.563	6798.584	6342.579
营业利润	-1056.23	-6636.35	8553.917	12594.88	17249.05
利润总额	1395.227	-6795.66	8881.117	13076.65	17908.85
所得税	362.7872	-1017.35	2724.205	4011.147	5493.383
归属母公司净利润	1007.99	-3705.85	5913.56	8707.187	11924.75
增速	-68.34%	-467.65%	-259.57%	47.24%	36.95%
EPS(元)	0.08	-0.29	0.47	0.68	0.94

数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于基准指数5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。